

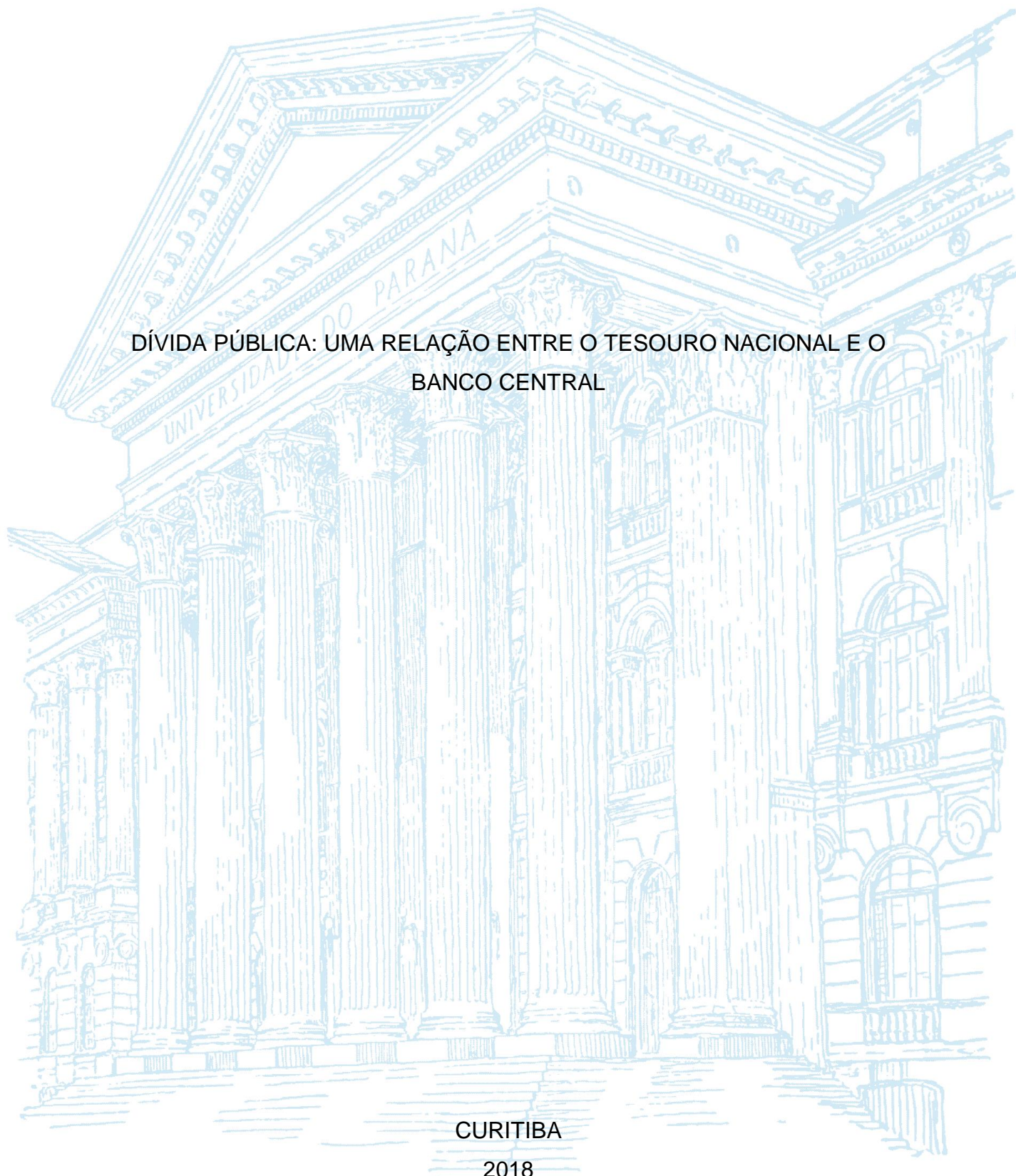
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

RODRIGO AUGUSTO MARQUES WEISS

DÍVIDA PÚBLICA: UMA RELAÇÃO ENTRE O TESOIRO NACIONAL E O
BANCO CENTRAL

CURITIBA

2018



RODRIGO AUGUSTO MARQUES WEISS

DÍVIDA PÚBLICA: UMA RELAÇÃO ENTRE O TESOUREIRO NACIONAL E O
BANCO CENTRAL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2018

TERMO DE APROVAÇÃO

RODRIGO AUGUSTO MARQUES WEISS

DÍVIDA PÚBLICA: UMA RELAÇÃO ENTRE TESOUREIRO NACIONAL E O BANCO CENTRAL

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

Orientador – Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Prof(a). Dr(a)./Msc. _____

Departamento _____, INSTITUIÇÃO

Prof(a). Dr(a)./Msc. _____

Departamento _____, INSTITUIÇÃO

Curitiba, __ de _____ de 2018.

Gostaria de dedicar essa monografia e até mesmo meu curso, aos meus pais, sem eles nada disso seria possível, além deles meus avós que infelizmente faleceram no decorrer da minha graduação, não consegui dar a eles a felicidade de verem seu neto mais novo se formar.

AGRADECIMENTOS

Eu gostaria de agradecer à minha família, em especial, aos meus pais e minha irmã, Aribert Weiss, Joseani Marques Weiss e Francielle Marques Weiss, por sempre me apoiarem, me motivarem e por se sacrificarem todos esses vinte e três anos para tentar me prover tudo o que eu precisava/queria, saibam que eu tenho muito orgulho de ser filho e irmão de vocês e espero que eu consiga/esteja conseguindo orgulhar vocês, amo vocês mais que tudo!

Agradecer aos meus ex-colegas do estágio na Defensoria Pública do Estado do Paraná, Gunther, Fran, Patrícia, Grazi, Sandro, Bruno, Marcelo, Mathias entre outros, obrigado por me ensinar além de como desempenhar minha função profissional a se tornar um melhor indivíduo, aprendi muita coisa que levarei para minha vida inteira!

Agradecer aos meus colegas de faculdade que viraram meus amigos e os meus amigos antes da faculdade que saiam beber comigo e só ouviram e aguentaram todos esses anos, eu reclamando de alguma matéria ou de algum trabalho, principalmente sobre essa monografia, meu muito obrigado de coração!

Agradecer a todos os professores que tive até o momento, meu sincero muito obrigado, em especial, ao meu professor orientador Fabiano, que teve a paciência de me tranquilizar e me orientar na reta final para concluir essa monografia.

Por fim, agradecer a todas as demais pessoas que me deram forças e ainda me dão forças.

“There is no elevator to success. You have to take the stairs.”
(AUTOR DESCONHECIDO)

RESUMO

Esta monografia tem como objetivo analisar a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central confrontando duas perspectivas teóricas diferentes a fim de evidenciar que elas levam a políticas monetárias diferentes. Discute também sobre como se financiam os gastos públicos, qual a necessidade dos títulos públicos e da dívida pública para o governo e os demais setores da economia. Apresentando tanto a visão da Macroeconomia Moderna, que é seria a teoria convencional que aprendemos nos cursos de graduação de economia, quanto a *Modern Monetary Theory*, que utiliza a visão da moeda endógena junto com as finanças funcionais de Lerner. Utilizando o caso brasileiro para ilustrar as operações e os procedimentos entre esses entes governamentais. Tentando acrescentar conhecimento para auxiliar nas discussões que estão ocorrendo recentemente, tanto no Brasil como no mundo, sobre quais seriam as políticas fiscais e monetárias que levariam os países ao desenvolvimento, tanto econômico como social.

Palavras-chave: Taxa de juros. Moeda endógena. Relação Banco Central e Tesouro. Teoria monetária moderna. Dívida pública.

ABSTRACT

This monograph aims to analyze the relationship between the National Treasury and the Central Bank confronting two different theoretical perspectives in order to show that they lead to different monetary policies. It also discusses how public spending is financed, the need for public bonds and public debt for the government and other sectors of the economy. Presenting both the view of Modern Macroeconomics, which would be the conventional theory we have learned in undergraduate economics courses, and Modern Monetary Theory, which uses the view of the endogenous currency along with Lerner's functional finances. Using the Brazilian case to illustrate the operations and procedures among these government entities. Trying to add knowledge to help in the discussions that are taking place recently, both in Brazil and in the world, about what fiscal and monetary policies would lead the countries to economic and social development.

Key words: Interest rate. Endogenous currency. Relationship Central Bank and Treasury. Modern monetary theory. Public debt.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

TABELA 1 - BALANÇO DO BANCO CENTRAL.....	24
FIGURA 1 - HIERARQUIA DAS DÍVIDAS.....	31
GRÁFICO 1- RELAÇÃO ENTRE OS TÍTULOS PÚBLICOS E A TAXA SELIC	45
GRÁFICO 2- RELAÇÃO ENTRE DÍVIDA PÚBLICA E A TAXA SELIC	46

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

LM	- <i>Liquidity Preference Money Supply</i>
IS	- <i>Investment Saving</i>
PMPP	- Papel-moeda em Poder do Público
DV	- Depósitos à Vista
BC	- Banco Central
PL	- Patrimônio Líquido
BCB	- Banco Central do Brasil
PIB	- Produto Interno Bruto
COPOM	- Comitê de Política Monetária
Selic	- Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
IPCA	- Índice Nacional de Preços ao Amplo Consumidor
LTN	- Letras do Tesouro Nacional
LFT	- Letras Financeiras do Tesouro

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 CONTEXTO E PROBLEMA	16
1.2 OBJETIVOS	16
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.2 Objetivos Específicos	16
2 DESENVOLVIMENTO	17
2.1 DUAS FORMAS DE SE PENSAR.....	17
2.2 CONCEITOS BÁSICOS DA “TEORIA MONETÁRIA MODERNA”	17
2.3 OFERTA E DEMANDA DA MOEDA	19
2.3.1 Oferta e demanda da moeda: teoria convencional.....	19
2.3.2 Oferta e demanda da moeda: teoria Monetária Moderna.....	20
2.3.3 Mecanismos de controle monetário: teoria convencional	23
2.3.4 Empréstimos e redescontos	25
2.4 FINANCIAMENTO DOS DÉFICITS FEDERAIS	32
2.4.1 O controle do Banco Central sobre a política monetária	34
2.4.2 Visão da teoria monetária moderna: a relação entre Banco Central e o Tesouro Nacional	35
3 OPERAÇÕES DO TESOURO E A RELAÇÃO COM O BANCO CENTRAL: CASO BRASILEIRO	41
3.1.1 Composição da Dívida Pública: relação entre títulos públicos e taxa Selic.....	44
3.1.2 Relação da dívida pública e taxa de juros	46
4 CONCLUSÃO	48
REFERÊNCIAS.....	50

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTO E PROBLEMA

Nessa monografia estaremos discutindo o assunto “Dívida pública: uma relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central”, através de uma abordagem que se difere do que é apresentada nos livros-manuais de economia nos dias de hoje, pois a teoria convencional, também conhecida como “teoria Macroeconômica Moderna”, que é utilizada para explicar essa relação nos cursos de graduação diverge da abordagem chamada de “Teoria Monetária Moderna”, utilizando então, como base as duas teorias iremos explicar como se dá a relação entre o Tesouro Nacional e Banco Central, utilizando dados empíricos do caso brasileiro para demonstrar essa relação.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar a relação entre Tesouro Nacional e o Banco Central confrontando duas perspectivas teóricas diferentes a fim de evidenciar que elas levam a políticas monetárias diferentes.

1.2.2 Objetivos Específicos

Demonstrar como a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central se daria com base em duas teorias que se divergem, a teoria convencional, que seria a “Teoria Macroeconômica Moderna” e a “Teoria Monetária Moderna”, que tem como base autores como Godley, Wray, Lerner e Keynes.

Utilizar dados empíricos do caso brasileiro para ilustrar a relação entre os entes governamentais.

2 DESENVOLVIMENTO

2.1 DUAS FORMAS DE SE PENSAR

Iremos discutir duas teorias de como que o banco central e o tesouro agem e/ou devem agir, a primeira teoria será o pensamento dominante atual no setor acadêmico, que é a macroeconomia moderna e posteriormente será discutida a visão da teoria monetária moderna dentro do mesmo tópico para facilitar o entendimento da discussão entre as duas teorias para o leitor.

2.2 CONCEITOS BÁSICOS DA “TEORIA MONETÁRIA MODERNA”

Para conseguirmos discutir a fundo a teoria monetária moderna, temos antes que introduzir ou relembrar alguns conceitos, como um dos princípios da contabilidade, um ativo financeiro do agente X é um passivo financeiro para o agente Y. Por exemplo, todo empréstimo realizado por um banco, que seria um ativo para o banco, é um passivo para o agente que requisitou esse empréstimo, títulos de governos ou de empresas são um ativo para as famílias e um passivo para os agentes emissores. Quando falamos em ativos, tenhamos em mente que estamos falando sobre ativos financeiros, pois se utilizarmos uma casa como exemplo, uma família contrai um empréstimo para a compra da casa, ou seja, adquire um passivo (o empréstimo) para comprar o ativo (a casa), com o pagamento desse passivo, ou seja, reduzindo esse passivo à zero, não quer dizer que a casa não irá valer mais nada como o passivo, a casa ainda irá prover uma riqueza, tanto no nível individual quanto no nível agregado, esses tipos de ativos são considerados ativos reais. “O ativo financeiro de uma pessoa é necessariamente compensado pelo passivo financeiro de outra pessoa. No agregado, a riqueza financeira líquida deve ser igual à zero.” (WRAY, 2015. P. 11, tradução nossa).

Fluxos (de poupança ou de gastos) se acumulam em estoques. Então temos que não apenas olhar um período, mas vários períodos para compreender melhor essa teoria. Para o setor privado ter superávit em determinado período ou em vários, ele precisa gastar menos do que arrecada. Se utilizarmos um exemplo simples, onde existem apenas dois agentes em toda a economia, o setor privado e o setor público, se o setor privado conseguir realizar um superávit, consequentemente o setor

público ficou deficitário no mesmo período, pois é um jogo de soma zero. O governo tornou-se deficitário, gastando mais que arrecadou com tributos, sendo assim, ele emitiu dívidas para cobrir seus gastos, que pode ser tanto impressão de moeda como emissão de títulos públicos (entraremos em mais detalhes como o governo realiza essas emissões para cobrir os gastos mais tarde, por enquanto é importante focarmos que o todo superávit de um agente é custeado pelo déficit de outro).

Podemos também expandir nosso exemplo, incluindo o restante do mundo, então ficariam três agentes na economia, o setor público, o setor privado doméstico e o restante do mundo, que representa as famílias, as empresas e os governos estrangeiros. Nesse caso, o setor privado doméstico pode realizar superávits mesmo com o governo realizando um orçamento equilibrado, que ocorre quando se gasta o mesmo montante que se arrecada, pois esses superávits seriam à custa dos déficits do restante do mundo. Outro caso possível também é de um realizar superávit enquanto os outros dois setores estão deficitários, por exemplo, o setor privado doméstico sendo superavitário à custa do setor público e do resto do mundo. Seguindo o trabalho “Balanços financeiros setoriais” de Wynne Godley, nós podemos identificar a seguinte identidade:

$$\text{Balanço do setor privado doméstico} + \text{Balanço do setor público doméstico} + \text{Balanço do restante do mundo} = 0$$

Ilustremos então essa fórmula, digamos que o setor privado doméstico consiga ter um saldo positivo de \$ 30 bilhões, já o resto do mundo obtém um saldo positivo de \$ 15 bilhões, logo, podemos afirmar, com base na identidade contábil, que o setor público doméstico obteve um saldo negativo de \$ 45 bilhões. Com isso, o setor público terá que vender parte de seus ativos para pagar essa dívida ou na base da emissão, seja de moeda ou de títulos públicos.

O gasto de um gera a riqueza de outro. Vemos que não é apenas a decisão de um agente que gerará esse fenômeno, precisa de dois agentes dispostos, um a ser deficitário e outro superavitário, para surgir esse fenômeno. Pois, de nada adiantaria se os três agentes da economia tentassem ficar superavitário, pois como é uma conta de soma zero, alguém teria que ficar no “vermelho” para que os outros agentes conseguissem ficar com saldo positivo. “É evidente que, se um setor tiver um orçamento superavitário, pelo menos outro setor deve incorrer em déficit.” (WRAY. 2015. P. 14, tradução nossa).

Para as empresas e famílias, ficarem deficitárias, elas teriam que ter ativos ou achar alguém disposto a ser seu fiador. No primeiro caso, elas teriam que ter superávits nos períodos anteriores, para acumular riqueza/ativos. Porém, isto não é verdade para os governos soberanos, pois eles têm um poder particular, que é a habilidade de cobrar impostos, que virtualmente garante que as empresas e famílias vão querer acumular dívidas do governo (logo entraremos em mais detalhes sobre isso).

2.3 OFERTA E DEMANDA DA MOEDA

2.3.1 Oferta e demanda da moeda: teoria convencional

A visão da “teoria macroeconômica moderna” está sendo chamada nessa monografia de visão dominante, pois ela serve como base para a grande maioria dos manuais utilizados na graduação dos cursos de ciências econômicas, e como consequência é também amplamente divulgada nos outros meios, como empresariais e políticos.

Ela surge com a interpretação de John Hicks após ler A teoria geral do emprego, do juro e da moeda de John Maynard Keynes, que então cria o modelo conhecido como modelo IS/LM ou modelo Hicks-Hansen, a sigla IS/LM deriva-se do inglês *Investiment Saving/ Liquidity Preference Money Supply*. Nós iremos focar nossa análise na curva conhecida como LM, que seria o lado monetário desse modelo.

A curva LM expressa combinações de taxas de juros e de níveis de produtos de forma que a demanda por moeda seja igual à oferta. Para um melhor estudo, iremos dividir ela em duas etapas, a primeira etapa será entender como funciona a demanda por moeda, já a segunda iremos ver a oferta de moeda e o mecanismo entre a oferta e a demanda por moeda.

A demanda por moeda em termos reais depende do nível de renda real e da taxa de juros. A renda dita o quanto de moeda o agente pode ter e a taxa de juros demonstra o custo de manter essa moeda ao invés de aplicar em outros ativos, como títulos públicos etc.

Para entender a oferta de moeda temos que compreender os agregados monetários, o mais básico é chamado de Base Monetária, esse agregado inclui o

papel-moeda em poder do público (PMPP) emitido pelo governo e os depósitos à vista nos bancos (DV). Esta seria a primeira camada do sistema monetário chamada de M0 ou M1 dependendo do referencial, aqui iremos utilizar M0, após essa camada, temos M1, M2 e M3. M1 seria a base monetária acrescido de depósitos especiais remunerados, depósitos de poupança e títulos emitidos por instituições depositárias. Já M2 seria todo o conjunto presente de M1 mais quotas de fundo de renda fixa e operações compromissadas registradas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), no caso do Brasil. Por fim temos M3 que seria tudo o que está em M2 mais títulos públicos de alta liquidez. Com isso, podemos perceber que todo o sistema monetário está baseado em M0 ou na base monetária, a partir dela que são criados esses outros ativos.

O Banco Central (BC) tem controle direto sobre a PMPP, porém o BC tem que controlar a oferta de moeda, as duas variáveis são relacionáveis através do multiplicador monetário, que é a razão entre o estoque de moeda e o papel-moeda em poder do público. Essa razão é maior que 1, pois os bancos comerciais não precisam ter um real em sua posse para realizar um depósito de um real, eles precisam apenas de uma fração desse um real, o que denominamos de reservas necessárias. “As reservas bancárias consistem de depósitos que os bancos mantêm no Banco Central e de “dinheiro em caixa”, notas e moedas mantidas pelos bancos.” (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, pg. 386). Alguns países regulamentaram essas reservas, exigindo certa porcentagem em reservas para cada depósito, aqui no Brasil é, no momento que está sendo elaborada esta monografia, de 25% para os depósitos à vista. Se não houvesse essa regulamentação, os bancos ainda precisariam de reservas para atender os clientes no dia-a-dia, seja saques em dinheiro ou transferência/pagamento para outros bancos.

A teoria dominante não deixa muito claro, o motivo dos agentes demandarem a moeda do governo e de qual governo, eles se preocupam com as etapas seguintes, já a teoria monetária moderna constrói sua argumentação a partir desse ponto, por que as pessoas demandam moeda dos governos?

2.3.2 Oferta e demanda da moeda: teoria Monetária Moderna

A moeda nacional pode ser reconhecida também como “moeda soberana”, ou seja, é a moeda emitida pelo governo soberano. “O governo soberano retém para si,

uma variedade de poderes que as famílias e empresas não têm.” (WRAY, 2015, P.43, tradução nossa).

Um dos poderes é de decidir qual irá ser o dinheiro utilizado como unidade de conta para as contas oficiais (pagamento de impostos, por exemplo), o governo pode aceitar moedas estrangeiras, porém ele detém a prerrogativa da decisão de aceitar ou não. Temos também o poder de emissão, apenas o governo pode emitir sua moeda (ou agentes com a permissão explícita do governo pode), caso algum outro agente tente emitir, poderá ser processado e receber diversas punições.

Note que os países em desenvolvimento também emitem sua moeda, porém alguns a fixam com alguma outra moeda mais “forte”, sendo assim, eles abrem mão de um espaço de políticas econômicas.

Um governo pode até usar moedas estrangeiras para a compra de novos produtos ou aceitar pagamentos, pode pedir empréstimos em moeda estrangeira emitindo dívidas. Esses métodos normalmente são utilizados quando o governo quer importar produtos e/ou acumular reservas internacionais, como, por exemplo, países que vinculam sua moeda com outra moeda.

O governo soberano impõe impostos aos agentes privados (famílias e empresas). Como é ele que impõe essa conta, ele irá definir qual o método de pagamento aceito para os pagadores conseguirem cumprir suas obrigações.

Finalmente, temos também que o governo soberano decide como irá pagar seus próprios pagamentos, seja de bens ou de serviços, ou pagar suas obrigações como aposentadoria e seus títulos públicos. Os governos modernos definem uma mesma moeda para seus pagamentos e para o pagamento de impostos.

Um dos mais importantes poderes que um governo soberano tem é de impor e coletar impostos (e outras obrigações como multas, tributos). Impostos são cobrados na unidade de conta nacional, como Dólar nos Estados Unidos, Libra esterlina na Inglaterra, Real no Brasil. Após isso, ele também determina o que irá aceitar como pagamento para estes impostos. Na maioria dos casos, é aceito somente a moeda nacional.

Entraremos em mais detalhes mais tarde nessa monografia. Mas por enquanto, iremos simplificar, os pagadores de impostos usam suas contas em bancos privados para realizar os pagamentos, o governo então, debita as reservas dos bancos como pagamento. Efetivamente, nos dias de hoje, os bancos atuam como intermediadores entre o governo e os pagadores de impostos.

Então, voltemos a questão por que alguém aceitaria a moeda fiduciária do governo? “Porque a moeda do governo é a principal (e geralmente a única) forma aceita pelo governo no pagamento de impostos e outras dívidas monetárias ao governo.” (WRAY, 2015, p. 49, tradução nossa). Então para evitar se tornar um sonegador de impostos e suas respectivas consequências, os agentes precisam adquirir a moeda do governo.

Você pode adquirir a moeda do governo para vários outros propósitos, como gastar em produtos, guardar no cofrinho para fazer uma viagem, irem diversos restaurantes etc. Porém, esses outros propósitos respondem diretamente ao principal, que é o governo aceitar essa moeda como pagamento de impostos.

Porque todos que tenham que pagar impostos para o governo aceitarão a moeda do governo, para sanar essas dívidas (impostos). O governo não pode obrigar todos a utilizar essa moeda em pagamentos privados, porém pode forçar a utilizá-la para pagar os impostos.

Por esta razão, nem reservas de metais preciosos (ou moedas estrangeiras), nem leis de curso legal não são necessárias para garantir a aceitação da moeda do governo. Tudo o que é necessário é a imposição do governo. É a responsabilidade fiscal (ou outros pagamentos obrigatórios) que fica atrás da cortina. (WRAY, 2015, p.50, tradução nossa).

Então nós podemos concluir que impostos guiam o dinheiro. O governo primeiro cria a moeda, depois cria uma obrigação fiscal sobre sua população, aceitando apenas a sua própria moeda. Com isso, ele garante a própria demanda sobre a sua moeda e assegura que a maioria das trocas comerciais em seu território seja precificada com base na sua moeda.

Enquanto o trabalhador está trabalhando, ele recebe um fluxo de salários do empregador. No dia do pagamento, o empregador elimina a obrigação pagando o salário do trabalhador que é um passivo para o banco do empregador. O trabalhador tem duas opções, em geral, sacar esse dinheiro no seu banco, recebendo a moeda do governo. Então o governo irá debitar esse dinheiro das reservas do banco do empregador, pois foi o banco que emitiu o pagamento. Outra opção que o empregador tem é de depositar esse pagamento em seu banco, deixando seu banco com uma dívida com ele. Sendo assim, o banco irá apresentar o pagamento para o banco central, que creditará o banco do empregador com as reservas necessárias, enquanto isso, o banco central descontará das reservas do banco do empregador

(que emitiu o pagamento). “As reservas são apenas uma forma de moeda governamental utilizada pelos bancos para efetuar pagamentos entre si e ao governo. Como toda moeda, as reservas são dívida do governo.” (WRAY, 2015, p. 56, tradução nossa).

“Quando os impostos são pagos para o governo, a responsabilidade fiscal do contribuinte some. Ao mesmo tempo, as dívidas do governo na forma de reservas bancárias somem devido ao pagamento dos impostos.” (WRAY, 2015, p.56, tradução nossa).

Ao mesmo tempo que o ativo do governo (as responsabilidade fiscais dos contribuintes) é eliminado quando é pago, o passivo do governo (reservas que estão nos bancos comerciais) também é eliminado.

Vamos utilizar outro exemplo, dessa vez, o empregador sendo o governo, no dia do pagamento do trabalhador, o tesouro faz o pagamento do salário do trabalhador, depositando o dinheiro no banco do trabalhador. O banco credita seu depósito e vai “cobrar” o banco do governo, o banco central. O banco central credita o banco do trabalhador com reservas e debita essas reservas da conta do tesouro.

2.3.3 Mecanismos de controle monetário: teoria convencional

O banco central tem três mecanismos para controlar a oferta de moeda: operações de mercado aberto, taxa de redesconto e razão de exigibilidade de reservas. O mecanismo mais utilizado são as operações de mercado aberto.

Utilizando um exemplo de compra de US\$ 1 milhão de dólares por parte do banco central, para melhor entendimento dividiremos em duas partes, a primeira parte explicando apenas a operação de como o banco central compra o título, já na segunda parte demonstraremos as operações necessárias após a compra dos títulos.

A propriedade de títulos públicos pelo banco central aumenta em US\$ 1 milhão, o que é mostrado na conta “Títulos públicos” no lado dos ativos do balanço patrimonial. Como é que o banco central paga pelos títulos? Ele escreve um cheque sobre si mesmo. Em retorno pelo título, o vendedor recebe um cheque com instruções para o banco central pagar (ao vendedor) US\$ 1 milhão. (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p. 388).

A segunda parte é a sobre o processo após a compra dos títulos por parte do banco central,

O vendedor leva o cheque ao seu banco, que credita o depositante com US\$ 1 milhão e, em seguida, deposita o cheque no banco central. Esse banco tem uma conta no banco central; a conta é creditada com US\$ 1 milhão e a entrada “Depósitos bancários no banco central”, no lado do passivo do balanço, sobe para US\$ 1 milhão. O banco comercial acaba de aumentar suas reservas em US\$ 1 milhão, que são retidas, em primeira instância, como um depósito no banco central. (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p. 388).

TABELA 1 - BALANÇO DO BANCO CENTRAL

ATIVOS		PASSIVOS	
Títulos públicos	1	Papel-moeda	
Todos os outros ativos		Depósitos bancários no banco central	1
Base monetária (fontes)	1	Base monetária (usos)	1

Fonte: Dornbusch, Fischer e Startz (2013).

Com esse exemplo, podemos observar que o Banco Central pode pagar pelos títulos dele mesmo, ou seja, ele pode comprar títulos com cheques contra si mesmo. Então desse modo o Banco Central, consegue “criar” dinheiro.

Outra forma que o Banco Central pode afetar a base monetária é através do mercado cambial, diversas vezes o banco central atua nesse mercado, através de compras ou vendas, se ele realiza compras cambiais, ele está injetando moeda nacional na economia, ou seja, aumentando a base monetária, o inverso também é verdade quando é realizada vendas cambiais. Porém, o Banco Central faz operações de mercado aberto compensatórias, para evitar esse impacto na base monetária.

Então se essas operações ocorrem dessa forma, ficamos sem saber: a) como os bancos adquirem os títulos anteriormente; com que dinheiro? Para que o Banco Central precisa comprar os títulos?

2.3.4 Empréstimos e redescontos

2.3.4.1 Empréstimos e redescontos: teoria convencional

Os bancos podem ficar sem o montante necessário de reservas para realizar empréstimos. Caso isso ocorra, os bancos tem a opção de realizar empréstimos entre outros bancos que possuam superávit de reservas ou, como última opção, contrair o empréstimo com o banco central. “O custo dos empréstimos do banco central é a taxa de redesconto. Ela é a taxa de juros cobrada pelo banco central dos bancos que emprestam dele para atender às necessidades temporárias de reservas” (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p.390). Além disso, o banco central começa a acompanhar os bancos que procuram o banco central atrás de muitos empréstimos em um curto período de tempo.

Já o custo da primeira opção, contrair empréstimo com outros bancos comerciais, é a taxa do mercado interbancário. Esse mercado funciona com base no superávit e déficit de reserva nos bancos comerciais. Os bancos sempre tentam estar no ponto ótimo, que seria o ponto onde, eles se encontram sem excedente e sem deficiência de reservas, para obter o máximo de lucro, pois caso o banco esteja com reservas em excesso, ele estará com esse dinheiro “parado”, perdendo a possibilidade de lucrar com esses recursos, então para sair dessa situação, ele entra em contato com outros bancos, oferecendo essas reservas, já os bancos deficitários contrairiam esses empréstimos para evitar que ocorram empréstimos defasados de reservas, para não enfrentar sanções e multas do banco central.

Outra importante função dos bancos centrais é de ser o prestador de última instância, ou ser o banco dos bancos, o banco central realiza empréstimos para instituições financeiras com problemas de liquidez ou até mesmo para evitar falências desses agentes, pois poderia causar uma onda de falência em todo o sistema bancário, em razão de todo o sistema bancário ser bastante interligado.

Citamos anteriormente a proporção de reservas que os bancos têm que ter em relação aos seus depósitos, agora iremos ver que isso afeta o estoque de moeda.

Começaremos com uma compra de títulos públicos por parte do banco central no mercado aberto, com isso temos um aumento da base monetária. O agente que vendeu seu título irá depositar o “cheque” dado pelo banco central em algum banco

comercial, sendo assim o banco comercial terá um aumento na razão depósitos e reservas, aumento esse indesejado pelo banco, logo ele irá aumentar sua oferta de empréstimos até chegar no nível desejado da razão entre depósitos e reservas, suponhamos que algum agente contraia esse empréstimo. Se olharmos de volta todo esse processo, poderemos perceber que a oferta de moeda aumenta acima do montante da operação de mercado aberto, ou seja, os bancos criam moeda sempre que fazem empréstimos, porém seguindo o princípio do multiplicador monetário eles estão “limitados” a criar a moeda com base nas suas reservas, dado que o multiplicador é o inverso das reservas necessárias.

2.3.4.2 Empréstimos e redescontos: teoria Monetária Moderna

Já citamos com base na teoria macroeconômica moderna como é criado dinheiro pelos bancos, porém agora iremos utilizar balanços do banco para exemplificar melhor. Primeiro vamos mostrar um balanço geral de um banco central qualquer:

Balanço do Banco Central

Ativos	Passivos e Patrimônio líquido
Empréstimos	Contas correntes
Títulos	Poupanças
Reservas	Outros passivos
Outros ativos	Patrimônio líquido

Podemos observar que o as moedas ficam do lado do passivo, nas contas correntes e poupanças, pois são uma dívida do banco com os seus clientes, eles prometem que irão converter esses depósitos em dinheiro, caso seja demandado.

Digamos que o banco A comece com um balanço bem simples:

Ativos	Patrimônio líquido (PL)
Prédio = \$200	Patrimônio líquido = \$200

O banco Y ainda não teve nenhuma atividade operacional, apenas juntou o capital necessário para comprar o prédio. O cliente Y vem ao banco para pedir emprestado \$200, para construir um prédio. O banco Y irá checar a linha de crédito do Sr. Y, se aprovado, o balanço ficaria assim:

Ativos	Passivo e PL
Empréstimo ao cliente Y= \$200	Conta corrente do cliente Y = \$200
Prédio = \$200	Patrimônio líquido = \$200

Note que os dois lados do balanço agora estão com \$400, com o empréstimo feito ao cliente Y, porém podemos notar também que esse empréstimo surgiu “do nada”. O banco apenas teve que digitar algumas teclas no sistema eletrônico. O banco não precisou ter depósitos ou recursos anteriores ao empréstimo.

O banco basicamente não emprestou nada, ele simplesmente criou um registro de uma dívida monetária, do banco frente ao seu cliente, com essa dívida o banco se compromete a converter em dinheiro físico ou a aceitar essa dívida como pagamento dos débitos do banco.

O sucesso dessa operação e também do banco como um empreendimento depende da capacidade do cliente Y de pagar seu empréstimo, tanto o principal como os juros. E também da capacidade do banco de adquirir reservas a um baixo custo, caso o cliente Y queira sacar o dinheiro ou então transferir a outros bancos ou até mesmo, debitar seus impostos.

Então caso, o banco não consiga esses dois requisitos, o banco pode se tornar insolvente e/ou ilíquido, insolvente seria com quando seu patrimônio líquido cai ou chega à zero, já ilíquido seria quando o banco não pode mais pagar os saques dos clientes com dinheiro ou pagar os outros bancos com reservas. Sendo assim, os bancos mesmo com o poder de criar dinheiro, não tem incentivo para fazê-lo infinitamente, pois podem acabar numa das situações acima.

Vamos deixar o exemplo mais complexo, mostrando a interação entre os bancos e o banco central. Vamos supor que para construir o prédio, Sr. Y terá que pagar a uma construtora, que é cliente de outro banco, o banco C.

Balanço do Banco Y

Mudança nos Ativos	Mudança no Passivo
	Conta Corrente do sr. Y = - \$200
	Reservas devidas ao banco C = +\$200

Balanço do Banco C

Mudança nos Ativos	Mudança no Passivo
Crédito de reservas do banco Y = +\$200	Conta Corrente da Construtora = +\$200

O banco Y não tem reservas para pagar o banco c, porém ele pode ou vender alguns ativos ou emprestar de outros bancos (mercado interbancário) ou até mesmo para o banco central. Já que o banco central é o fornecedor monopolista de reservas. Digamos que o banco Y contraia o empréstimo com o banco central.

Balanço do Banco Y

Mudança nos Ativos	Mudança no Passivo e PL
Reservas = +\$200	Dívida com o banco central = +\$200

Balanço do Banco Central

Mudança nos Ativos	Mudança no Passivo e PL
Empréstimo de reservas para o banco Y = +\$200	Reservas = +\$200

Agora o banco Y tem recursos para pagar o banco C.

Balanço do banco Y

(Continua)

Mudança nos Ativos	Mudança no Passivo e PL
--------------------	-------------------------

Reservas = -\$200	Reservas devidas ao banco C = -\$200
-------------------	---

(Conclusão)

Balanço do banco C

Mudança nos Ativos	Mudança no Passivo e PL
Crédito sobre o Banco Y = -\$200	
Reservas = +\$200	

A dívida entre os bancos comerciais está paga, agora veremos como ficaram os balanços depois de todas essas operações.

Balanço do banco Y

Ativos	Passivo e PL
Empréstimo para o Sr. Y = \$200	Dívida com o banco central = \$200
Prédio = \$200	Patrimônio líquido = \$200

Balanço do banco C

Ativos	Passivo e PL
Reservas = \$200	Conta corrente da Construtora = \$200

Balanço do Banco Central

Ativos	Passivo e PL
Empréstimo de reservas para o banco Y = \$200	Reservas = \$200

O banco Y conseguirá lucrar desde que o juros pagos pelo Sr. Y seja maior que o juros cobrados pelo banco central. Note que no exemplo simplificamos os balanços para ilustrar melhor as operações, também devemos falar que o banco

central não iria emprestar reservas dessa forma tão direta e insegura, ele iria pedir contra garantias que normalmente são títulos do tesouro.

Assim como o governo aceita sua própria moeda como pagamento, os bancos comerciais também, eles aceitam suas dívidas como pagamento, por exemplo, eles aceitam os depósitos (que são passivos do banco) como pagamento pelos empréstimos (que são ativos do banco).

Porém, tem uma diferença entre os bancos e o governo. Os bancos usam seus passivos para transforma-los em mais ativos. Para isso, os bancos ficam com apenas uma parcela pequena dos recursos depositados, para operações diárias como saques, descontar cheques. Pois além de ser caro de manter dinheiro físico, pagando seguranças, manutenção de cofres etc. Tem também o custo desse dinheiro ficar parado, invés de estar rendendo juros para o banco. Então, os bancos mantêm apenas a quantidade de reserva que eles acham necessária, para o restante eles alavancarem e emprestarem para assim conseguir gerar lucro.

Então desde que o montante de pessoas que irão sacar seu dinheiro seja o montante previsto pelo banco, não tem problema essa alavancagem. Entretanto, caso ocorra uma “corrida aos bancos” (várias pessoas vão aos bancos para sacar todo o seu dinheiro em um curto período de tempo, digamos um dia), o banco terá que recorrer ao banco central para conseguir mais dinheiro. Então o banco central iria atuar como prestador de última instância, evitando a falência ou a falta de liquidez dos bancos comerciais. Para conseguir esse dinheiro, o banco central irá mandar suas notas promissórias em troca das notas promissórias do banco comercial (contra garantia), o banco central então manda o dinheiro e detém essas notas como ativo contra o banco comercial.

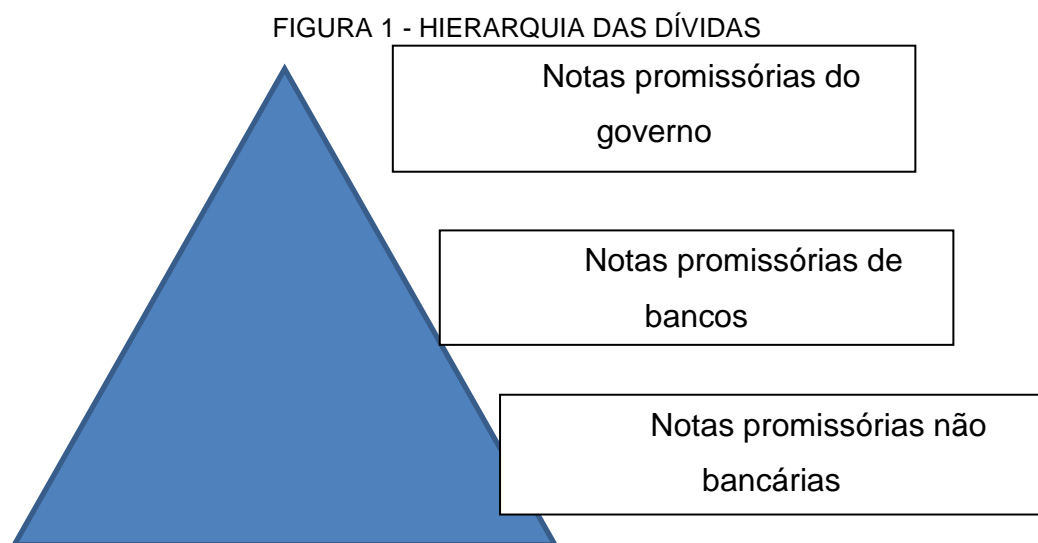
Temos, então, que “nas economias modernas para alavancar os passivos, é comum fazer as próprias notas promissórias conversíveis para aqueles mais altos na pirâmide da dívida.” (WRAY, 2015, p. 73, tradução nossa). Logo, fazendo todo o caminho de volta dessas dívidas, todas irão chegar de volta no banco central, que é o banco do governo soberano.

Rejeitamos, assim, a ideia de que bancos emprestam reservas, ou que elas são necessárias antes mesmo de realizar os empréstimos, eles utilizam as reservas para limpar as dívidas entre os bancos. Elas guardam parte dessas reservas para caso seus clientes queiram sacar dinheiro e também para manter no banco central. Caso os bancos não tenham o montante desejado, eles podem ou emprestar de

outros bancos comerciais (mercado interbancário) e através de empréstimos diretamente do banco central.

O banco central é considerado o banco dos bancos, pois o processo de pagamento entre os bancos ocorre de maneira bastante similar com dois agentes privados fazendo um pagamento nos dias de hoje, com um banco intermediando a operação. Porém, invés de ser um banco comercial no intermédio, é o banco central. Quando um agente faz uma transferência do banco A para o B, o banco A terá que transferir esse montante para o banco B, porém essa operação ocorre entre as contas desses bancos dentro do banco central.

Os passivos financeiros privados não são apenas denominados na moeda do governo como também são conversíveis para ela. Nós já sabemos que os bancos se comprometem a receber seus próprios passivos, porém temos também agentes não financeiros que podem emitir uma nota promissória, como uma empresa privada, por exemplo. Entretanto, como já dito antes tudo leva para as notas promissórias ou dívidas do governo, como podemos perceber por essa pirâmide de notas promissórias:



Fonte: Wray (2015).

Essa seria a hierarquia das dívidas/notas promissórias, a mais importante é a do governo, após a do governo temos a dos bancos e por fim as das empresas ou famílias. Essa hierarquia é com base na aceitação dessas dívidas, como todos os agentes privados precisam pagar impostos ou irão trocar produtos com quem irá pagar impostos, logo a aceitação é muito maior que as demais notas promissórias. Temos, também, outro fator, que é o risco, conforme vá descendo a pirâmide o risco vai aumentando.

2.4 FINANCIAMENTO DOS DÉFICITS FEDERAIS

Os Tesouros nacionais mantêm uma conta nos bancos centrais de seus respectivos países, eles utilizam essa conta para contabilizar seus pagamentos e seus recebimentos. A relação entre esses dois entes do governo ajuda a explicar como se processa o financiamento dos déficits públicos.

O tesouro vende títulos públicos para a população, o valor arrecadado vai para uma conta do Tesouro em algum banco comercial. Porém, ele faz mais uma operação simultânea nesses casos para não alterar a base monetária abruptamente, então, esses recursos são transferidos para a sua conta no banco central e logo após, é realizado vários pagamentos.

Um senso comum sobre economia e mais especificamente déficits, é que o banco central financia o Tesouro, através de impressão de moeda, porém o que acontece é o financiamento dos déficits, a partir de empréstimos diretamente do banco central. Podemos imaginar no formato de títulos, o Tesouro invés de vender estes títulos para o público em geral, vende-os para o banco central. A participação do banco central nos títulos aumenta, assim como, seu passivo que seria os depósitos do Tesouro. Porém, esse método faz aumentar a base monetária, caso o Tesouro realize pagamentos com esse empréstimo. Então, seriam de maneira similar os efeitos, tanto da impressão de moeda como a compra de títulos por parte do banco central, de expansão da base monetária.

Em alguns países, esse financiamento do Tesouro pelo banco central é automático, sendo o banco central subordinado do Tesouro. Porém, em diversos países, como o Estados Unidos e o Brasil, isso não ocorre, o Federal Reserve (o banco central estadunidense) responde ao congresso e não é obrigado a financiar

os déficits do Tesouro. Já no Brasil, desde a constituição de 1988, foram proibidos empréstimos diretos e indiretos, do Banco Central do Brasil (Bacen) ao Tesouro.

Na visão da teoria monetária moderna, primeiro temos que explicar qual a lógica por trás dos “guerreiros contra o déficit”, temos o PIB (Produto Interno Bruto) per capita, temos os juros pagos sobre a dívida e a taxa de juros. Para colocarmos o déficit num patamar não sustentável, só precisamos deixar a taxa de juros acima da taxa de crescimento do PIB per capita. Assim a dívida iria aumentar sem que a capacidade do governo de paga-la aumentasse.

Vamos utilizar uma fórmula para exemplificar melhor, James Galbraith (2011) apresentou um modelo para verificar a sustentabilidade dos déficits:

$$\Delta d = -s + d * [(r - g)/(1 + g)]$$

Onde, d é razão inicial da dívida em relação ao PIB, “ s ” é o “superávit primário” depois de pagar os juros, “ r ” é a taxa real de juros e “ g ” é a taxa real de crescimento do PIB.

Essa equação nos dá uma ideia muito importante, que é enquanto a taxa real de juros estiver maior que a taxa real do crescimento do PIB, a dívida irá crescer, e se levarmos para o infinito, essa dívida não será sustentável. Porém, temos também outra importante observação, notem que não interessa o tamanho inicial da dívida, mas sim, a relação entre as taxas de juros e de crescimento do PIB.

Então, se pegarmos um governo que tenha déficits continuamente, o que não necessariamente aumentaria a relação entre dívida e o PIB, se tivermos uma taxa de juros real bem abaixo da taxa de crescimento do PIB. Portanto, com essas condições teríamos déficits sustentáveis.

Entretanto, vamos listar umas situações possíveis de ocorrer com um governo efetuando déficits continuamente:

1) Inflação: isso tende a aumentar as receitas fiscais crescendo mais rapidamente que os gastos do governo, sendo assim, diminuiria os déficits. Podemos ver de outra forma também, que o crescimento nominal do PIB iria ser maior que a da taxa de juros, com isso, mudaria a dinâmica, a razão entre dívida e PIB iria diminuir.

2) Austeridade: o governo tentar equilibrar as contas, diminuindo seus gastos ou aumentando sua receita (com aumento de impostos, por exemplo), porém esse aumento de impostos pode ter o efeito inverso, caso desacelere a economia do país, causando assim, um aumento da razão da dívida e PIB. Essa política só terá efeito,

caso os setores privados que estão superavitários reduzam seus excedentes (gastando mais para manter o crescimento).

3) O setor privado se ajustando: Se pegarmos um exemplo com apenas dois setores na economia, o setor público e o setor privado. Com o setor público tendo déficits continuamente, logo o setor privado terá superávits continuamente. As taxas de juros também aumentarão, pois irá se tornar mais perigoso de emprestar dinheiro para o setor público, então aumentarão mais ainda as receitas do setor privado. Porém, não é plausível de que essa razão entre dívida e PIB aumente ao infinito, pois como a riqueza do setor privado estará aumentando, também irá aumentar a proporção de gastos do setor, aumentando assim, a receita fiscal do setor público. Se o setor privado queira reduzir sua poupança (superávit), então o setor público terá que reduzir seu déficit.

4) Os gastos governamentais e pagamentos de juros podem aumentar a taxa de crescimento do PIB, puxando ela acima da taxa de juros. Portanto, mudando a dinâmica da razão entre dívida e PIB.

2.4.1 O controle do Banco Central sobre a política monetária

2.4.1.1 Visão convencional

“O banco central não pode definir simultaneamente a taxa de juros e o estoque de moeda em quaisquer metas dadas que ele pode escolher.” (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p. 396).

O Banco Central não tem poder sobre a demanda de moeda, ele pode apenas movimentar a oferta de moeda. Porém, de nada adianta se a demanda não acompanhar os movimentos da oferta. Sendo assim, o Banco Central pode apenas movimentar a oferta de moeda sobre a curva de demanda da moeda. Então, nessa curva que está a demanda de moeda pode não estar a combinação de estoque real de moeda e taxa de juros considerada ideal para o Banco Central, ele então escolhe qual ele irá manter sob seu controle, deixando que a outra variável flutue em função da variável controlada.

Para os bancos centrais, é mais fácil controlar as taxas de juros que a oferta de moeda. Para isso, basta ele comprar ou vender títulos públicos por meio das operações de mercado aberto. Se ele quiser reduzir a taxa de juros, ele aumenta o

custo dos títulos e vice-versa. Outro fator que dificulta o controle do estoque de moeda, é que ele só poderá avaliar se chegou à meta estipulada no período seguinte, ao contrário da taxa de juros que o resultado é verificável no mesmo período.

As variáveis citadas acima (taxa de juros ou a taxa de estoque real de moeda) são metas intermediárias da política monetária, pois as metas que realmente interessam ao banco central são as taxas de inflação e de desemprego (ou de produto real). O objetivo do banco central é de perseguir as metas finais, para isso ele utiliza as metas intermediárias que estão mais estritamente ligadas relacionadas com as suas metas finais.

2.4.1.2 Visão da “teoria monetária moderna”

Já a teoria monetária moderna compartilha a visão de “dinheiro endógeno” ou “horizontalista”, que o banco central não consegue controlar a base monetária ou a reserva dos bancos. Pelo contrário, o banco central deve prover o necessário para a demanda de reservas, ou seja, atuar passivamente, conforme for à demanda. Por outro lado, a meta da taxa de juros é exógena (exógena na visão de controle, aqui consideramos exógena seria o que o governo consegue controlar), logo, a meta da taxa de juros é algo que o governo pode definir de forma arbitrária.

2.4.2 Visão da teoria monetária moderna: a relação entre Banco Central e o Tesouro Nacional

Com o propósito de explicar e demonstrar outros conceitos, nós consolidamos essa relação, transformando os dois agentes para apenas o governo. Uma vez que o banco central é o banco do governo e o tesouro tem uma conta dentro do banco central, que seria a conta do governo, vamos assumir, por simplificação, que o Banco Central e o Tesouro sejam um único agente do governo. Assumimos aqui uma coordenação perfeita entre os dois agentes.

Iremos demonstrar como são realizadas essas operações, utilizando razonetes simplificados para ilustrar melhor. Primeiro exemplo, vamos assumir que o governo queira comprar um jato através da imposição de impostos, para financiar a compra do ativo jato.

Governo	
Ativos	Passivos
+Jato	+Reservas
+Impostos	+ Patrimônio líquido

Banco Privado	
Ativos	Passivos
+Reservas	+Cheque

Entidade não financeira privada	
Ativos	Passivos
+Cheque	+Impostos
-Jato	-Patrimônio líquido

O governo consegue o jato, o vendedor privado consegue o cheque. Note que os impostos reduzem o patrimônio da entidade privada e aumenta o ativo do governo. O banco privado recebe as reservas do governo como pagamento.

Agora, iremos demonstrar em dois momentos como essa operação ocorreria, o primeiro momento seria o pagamento dos impostos.

Governo	
Ativos	Passivos
-Impostos	-Reservas

Banco Privado	
Ativos	Passivos
-Reservas	-Cheque

Podemos notar nesse primeiro momento que o ativo do governo, o imposto, que seria um passivo da entidade não financeira privada, foi descontado, pois essa obrigação da entidade foi quitada, esse pagamento ocorreu por meio do débito da conta da entidade no banco privado indo para a conta do governo dentro do banco

central, o banco privado transfere parte de suas reservas correspondente ao valor do imposto para o governo.

Entidade não financeira privada	
Ativos	Passivos
-Cheque	-Impostos

Governo	
Ativos	Passivos
+Jato	+Patrimônio líquido

Entidade não financeira privada	
Ativos	Passivos
-Jato	-Patrimônio líquido

A implicação de um “orçamento equilibrado”, nessa situação é que o governo consegue adquirir seu jato através da taxaço na própria entidade que vendeu. O governo usa o sistema monetário para realizar o “propósito público”.

Vamos para um segundo caso, no qual invés do governo ter um “orçamento equilibrado”, o orçamento será deficitário e terá duas restrições que são comuns e importantes “(a) o tesouro mantém uma conta depósito no banco central e deve recorrer a ela para gastar e (b) o banco central está proibido de comprar títulos diretamente do tesouro e de emprestar ao tesouro (o que seria diretamente aumentar o depósito do tesouro no banco central).” (WRAY, 2015, p 91, tradução nossa). Então iremos separar os agentes do governo (tesouro e banco central) nesse exemplo.

Tesouro	
Ativo	Passivo
+Cheque do banco privado	+Título

Banco Privado	
Ativo	Passivo
+Título	+Cheque no Tesouro

Agora, o tesouro transfere o cheque para a sua conta no banco central para poder realizar a compra do jato.

Tesouro	
Ativos	Passivos
-Cheque do banco privado	
+Cheque no banco central	

Banco central	
Ativo	Passivo
+Empréstimo de reservas	+Cheque do Tesouro

Banco privado	
Ativos	Passivos
	-Cheque no Tesouro
	+Empréstimo de reservas

Nesse exemplo como podem notar, assumimos que o banco privado não tinha reservas para debitar, com isso o banco central realizou um empréstimo de reservas. Atentemos que essa situação produz o mesmo resultado que se o Banco Central emitisse diretamente reservas ao Tesouro em troca dos títulos públicos, ou seja, podemos imaginar o governo através do Tesouro precisando de dinheiro para pagar o funcionalismo público, para isso ele emite títulos públicos em troca de reservas do Banco Central, transferindo-as para as contas bancárias dos seus funcionários, ou seja, agora o banco comercial tem reservas, para comprar títulos públicos, caso ele queira. Realizados esses passos, agora o Tesouro tem capital para comprar o jato.

Tesouro	
Ativo	Passivo
-Cheque	
+Jato	

Banco central	
Ativo	Passivo

-Empréstimo de reservas	-Cheque Tesouro
-------------------------	-----------------

Banco privado	
Ativo	Passivo
	+Cheque
	-Reservas emprestadas

Entidade não financeira privada	
Ativo	Passivo
-Jato	
+Cheque	

Como podemos observar o banco privado contraiu um empréstimo de reservas no banco central, porém com o gasto do tesouro para a compra do jato, conseguiu pagar o empréstimo, pois o banco central creditou o valor do jato na conta do vendedor no banco privado. Deixando os razonetes da seguinte forma:

Governo	
Ativo	Passivo
+Jato	+Título

Banco Privado	
Ativo	Passivo
+Título	+Cheque

Entidade não financeira privada	
-Jato	
+Cheque	

Com os razonetes finais, podemos perceber que o resultado final é basicamente o mesmo, nas duas situações, o governo consegue o ativo que ele necessitava, o jato, já a entidade não financeira privada consegue o cheque correspondente ao valor do jato vendido. No segundo exemplo, o governo tem que

realizar mais passos para completar a compra, porém ele realiza a compra da mesma forma, com uma dívida devido à falta de recursos antes da compra do jato.

Podemos notar então que não é necessário o governo tenha recursos anteriormente, ele apenas precisa da aceitação do setor privado em compra a sua dívida, o setor privado irá aceitar, pois precisará de moeda do governo para pagar os impostos.

3 OPERAÇÕES DO TESOURO E A RELAÇÃO COM O BANCO CENTRAL: CASO BRASILEIRO

Para demonstrar as operações, iremos utilizar o caso brasileiro, pois é um caso com as restrições de operações já citadas anteriormente, que é a consolidação de uma única conta do governo remunerada pelo Banco Central, conforme a Medida Provisória nº 1.789 de 1998 que define, em seu artigo 1º, que “as disponibilidades de caixa da União depositadas no Banco Central do Brasil serão remuneradas, a partir de 18 de janeiro de 1999, pela taxa média aritmética ponderada da rentabilidade intrínseca dos títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna de emissão do Tesouro Nacional em poder do Banco Central do Brasil.” e também a restrição de que esta conta tem que estar sempre positiva, proibindo que o Banco Central compre títulos do tesouro diretamente ou empreste recursos para o Tesouro.

Essa conta é utilizada para pagamento de serviços e bens demandados pelo Governo, como também para o resgate dos títulos públicos que estão vencendo. “Entretanto, em geral, a dívida pública é refinanciada (e não paga ou liquidada), de modo que os recursos da conta única são utilizados para os pagamentos do governo federal em geral.” (SERRANO; PIMENTEL, 2017, p.5).

O Banco Central é conhecido como o banco dos bancos e é através do mercado de reservas bancárias que ele realiza essa função, cada banco comercial tem uma conta de reservas bancárias no Banco Central para efetuar pagamentos e transferências entre si.

A taxa básica de juros no Brasil, a Selic, determinada pelo Banco Central, é a taxa de juros do mercado de reservas. Quando necessário, o Banco Central intervém no mercado interbancário para manter a meta de taxa de juros estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Essa intervenção é por meio de compras ou vendas de títulos para suprir a falta de reservas ou reduzir o excesso de reservas.

Os bancos têm dois motivos para demandar reservas no Brasil: 1) uma porcentagem dos depósitos à vista que os bancos são obrigados por lei a manter, e 2) manter um volume de reservas voluntárias para as operações diárias. Já as vendas de títulos por parte do Banco Central ocorrem pelo motivo que os bancos não querem ter reservas além do montante desejado ou exigido por lei, pois os

bancos incorreriam em custo de oportunidade, porque esse volume de dinheiro estaria parado, ou seja, deixando de render juros e/ou lucros para os bancos.

Quando o tesouro prevê um déficit nas contas públicas, ele se programa para emitir títulos que são vendidos num leilão aos *dealers* no mercado primário de títulos. Com essa operação, o governo consegue o dinheiro necessário para cobrir esse déficit na conta única no Banco Central. No Brasil, é constitucionalmente proibido ao Banco Central comprar títulos no mercado primário.

Nós falamos no sentido geral de títulos, pois tem diversos títulos, com diversos rendimentos e prazos. O tesouro faz leilões de certos títulos em determinadas situações para tentar minimizar o rendimento, já os *dealers* compram os títulos tentando adquirir o maior rendimento possível.

Se os *dealers* não comprarem os títulos ou se não refinanciarem os títulos que estão para vencer, os efeitos serão iguais. O tesouro paga ao setor privado utilizando recursos da conta única e há uma variação negativa do saldo desta. Nesse caso, o mercado de reservas bancárias, tudo mais constante, é impactado (ficando com excessos de reservas bancárias), e o Banco Central tem de operar vendendo títulos públicos (retirando esse excesso de reservas) para atingir a sua meta de taxa de juros. É uma atuação passiva do Banco Central. (SERRANO; PIMENTEL, 2017, p.9-10).

Caso o Tesouro não consiga vender os títulos de longo prazo no mercado primário, pois os compradores não estão interessados, não há problema, porque ele pode se financiar com a venda de títulos de curto prazo com a atuação do Banco Central no mercado secundário, além disso, com essas operações de curto prazo o Banco Central também conseguiria manter na meta a taxa de juros de curto prazo. Então, o maior impacto sobre a dívida seria apenas uma mudança dos perfis dos títulos, de longo para curto prazo, essa mudança não aumentaria ou geraria um risco maior do país de calote da dívida, pois a dívida está na sua própria moeda.

Essa proibição de o Banco Central comprar títulos do governo diretamente no mercado primário tem levado muitos analistas a pensar que nesses países o déficit público nunca é financiado pela emissão de moeda. Mas, em qualquer economia monetária, algum ganho de senhoriação é simplesmente inevitável. (Serrano; Pimentel, 2017, p.12).

Esse ganho vem de duas formas: o valor real do fluxo de novas emissões da base num dado período *mais* qualquer perda do valor real do estoque anteriormente existente devido à inflação que ocorreu ao longo desse período (que é chamado de imposto inflacionário), independentemente de qual foi a causa da inflação.

Toda vez que os agentes econômicos demandarem mais moeda, haverá um ganho de senhoriagem, pois para aumentar a oferta de moeda, o governo terá que emitir mais moeda ou através de títulos públicos. O Banco Central tem o poder de definir a taxa de juros, porém ele não pode definir como será o portfólio do setor privado, ou seja, não tem controle sobre qual será a composição entre títulos e novas moedas do setor privado.

A única forma do Banco Central não financiar o déficit, seria se o Banco Central escolhesse não atuar no mercado secundário, deixando que a taxa de juros flutuasse até achar seu equilíbrio entre oferta e demanda de títulos. Porém, isso impactaria violentamente a economia, possivelmente gerando uma crise bancária e financeira. Outro impacto negativo seria no mercado de reservas, sem o Banco Central para acomodar a demanda de reservas bancárias (sendo ele o único capaz de expandir as reservas no mercado), deixando inexecutável o sistema de pagamentos.

Felizmente, nenhum país onde a lei proíbe que o Banco Central financie déficit públicos diretamente faz isso, e todos esses bancos centrais financiam parte do déficit fiscal e transferem seus ganhos de senhoriagem ao Tesouro por meio do seu procedimento usual de fixação da taxa básica de juros, comprando títulos públicos no mercado secundário quando o setor privado deseja mais dinheiro e vendendo quando o setor privado deseja menos dinheiro à taxa de juros escolhida pelo Banco Central. Assim, todos os bancos centrais que controlam a taxa básica de juros, além de não deixarem o governo “quebrar”, também financiam uma parte do déficit fiscal indiretamente emitindo moeda. (Serrano e Pimentel, 2017, p. 13).

O Banco Central de países com moeda soberana definem diretamente a taxa de juros de curto prazo, como o mercado interbancário é baseado nessa taxa. Já a taxa de juros de longo prazo é baseada nessa taxa de juros de curto prazo e na expectativa futura do mercado em relação a economia, como um todo. Os títulos de longo prazo tem rentabilidade um pouco maior em relação aos títulos de curto prazo,

pois existe um risco maior, a economia pode ser afetada de mais maneiras e com maiores impactos que no curto prazo, por isso, os compradores de títulos de longo prazo demandam uma rentabilidade maior. Entretanto, a taxa de longo prazo segue a tendência da taxa de curto, os bancos utilizam a taxa de longo prazo para basear as próprias taxas de juros acrescidas do seu spread, que seria além dos custos operacionais, impostos, risco percebido dos seus clientes e o seu lucro.

3.1.1 Composição da Dívida Pública: relação entre títulos públicos e taxa Selic

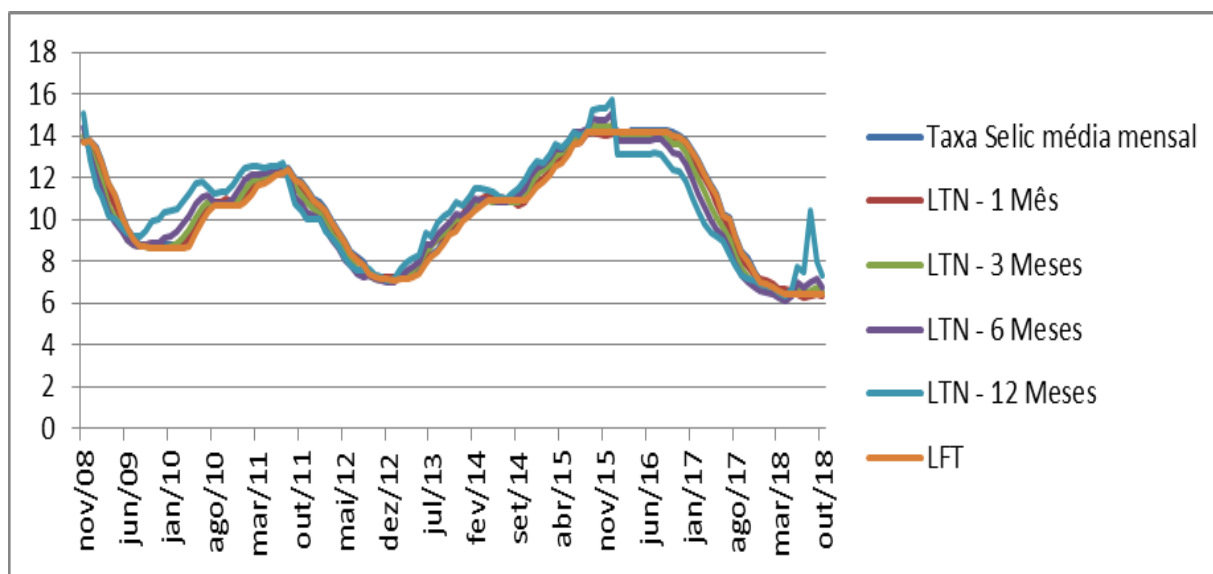
O Tesouro Nacional emite diversos títulos públicos, seja de rendimento como temporal, em termos de rendimento temos 4 grupos: *i)* o prefixado; *ii)* pós-fixado com base na taxa básica de juros (Selic); *iii)* pós-fixado com base no Índice Nacional de Preços ao Amplo Consumidor (IPCA) e *iv)* título vinculado ao câmbio.

O título prefixado Letras do Tesouro Nacional (LTN), você sabe o rendimento dele, desde o momento da compra. Sendo necessário descontar a inflação para obter o rendimento real.

Já o título pós-fixado com base na taxa de juros (Selic), conhecido também como Letras Financeiras do Tesouro (LFT), ele além de ter uma taxa de rentabilidade “pura”, tem também um indexador que é a Selic, ou seja, você não sabe ao certo o rendimento dele antes de seu vencimento. Tem também um título pós-fixado com base na inflação (IPCA), conhecido como Tesouro IPCA+ (NTN-B Principal), esse título garante ao seu comprador um ganho real no poder de compra já que ele composto por duas taxas: uma taxa de juros prefixada e a variação da inflação (IPCA). Então, o comprador estará protegido caso ocorra um aumento bruto da inflação. O quarto título é o indexado ao câmbio, ele é composto da mesma forma que os dois títulos pós-fixados citados acima, porém esse título tem como indexador a taxa cambial. Já a composição dos títulos é importante apenas para gerenciar a dívida, não influenciando na tomada de decisão sobre a taxa de básica de juros, que no caso brasileiro é a taxa Selic, essa composição apenas demonstra um indicativo do que o mercado privado tem de expectativas sobre a economia.

No Brasil, a taxa básica de juros ajuda a definir os títulos públicos, definindo diretamente as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que são títulos de longo prazo são fixados diretamente à taxa Selic, e afeta outros títulos que são pré-fixados, como a LTN. Como podemos observar no gráfico:

GRÁFICO 1- RELAÇÃO ENTRE OS TÍTULOS PÚBLICOS E A TAXA SELIC



Fonte: Adaptado da Secretária do Tesouro Nacional (2018).

Podemos observar que ocorre uma separação das taxas de rentabilidade dos títulos públicos em três momentos, o primeiro em julho de 2010, o segundo em meados de outubro de 2015 e por fim, o terceiro momento em junho de 2018, o motivo dessas discrepâncias em títulos de prazos mais longos são as expectativas do mercado frente a economia, se analisarmos esses períodos são momentos de grande incerteza política, 2010 e 2018 temos as eleições presidenciais, já em 2015 temos início do pedido de impeachment da então presidente Dilma Rousseff.

No gráfico acima, temos a LTN e a LFT, pois a LTN é o título prefixado e a LFT é o título pós-fixado com base na taxa Selic futura, deixando melhor a visualização, pois não contem outras variáveis para alterar o rendimento do título, como, por exemplo, outros títulos pós-fixados, que contêm mais variáveis que não são determinadas pelo Banco Central, como inflação ou câmbio. Temos a diferenciação do prazo de vencimento dos títulos prefixados, entretanto essa variável não demonstra muita importância ao longo do tempo, pois podemos ver que os títulos sempre vão convergir para a taxa Selic, com algum atraso, pois caso o detentor de um título antigo com a taxa maior que a taxa Selic atual, ele irá segurar este título até o seu vencimento, simplesmente porque a rentabilidade será maior, já o agente detentor de um título com a taxa de rentabilidade menor que a Selic atual, ele irá renegociar para conseguir um título atual com maior rentabilidade.

Temos que ressaltar que o Banco Central não toma a decisão de qual vai ser a taxa básica de juros sem pensar nas consequências de tal decisão.

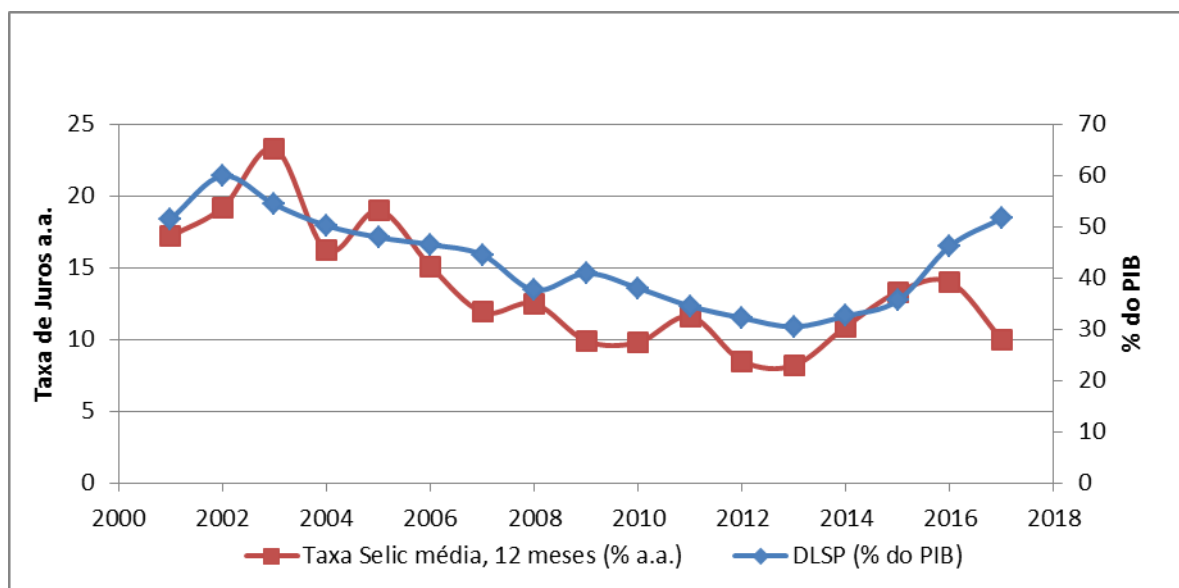
“Mudanças na taxa de juros podem ter variados efeitos, às vezes contraditórios sobre os objetivos do governo, sobre a distribuição de renda, o nível de atividade, a dívida pública e, em particular, sobre a taxa de câmbio e a conta de capitais da balança de pagamentos. Isso significa que o Banco Central não decide sua política de taxas de juros num vácuo, e sim de acordo com suas prioridades e restrições de política econômica”. (SERRANO; PIMENTEL, 2017, p.19-20).

Podemos notar que a meta do Banco Central nem sempre se alinha com os objetivos do governo, inclusive podendo piorar a situação fiscal do governo. O Banco Central não pode decidir a taxa de juros arbitrariamente, pois a taxa de juros impacta em diversas variáveis, como a taxa de câmbio, o nível de investimento estrangeiro etc. Por isso, pode ser escolhida como prioridade a manutenção dessas variáveis frente aos objetivos do governo federal.

3.1.2 Relação da dívida pública e taxa de juros

Para comprovar que não existe uma relação direta entre a dívida pública líquida do setor público com a taxa de juros, buscamos dados do Brasil entre 2001 a 2017, chegando ao gráfico dois:

GRÁFICO 2- RELAÇÃO ENTRE DÍVIDA PÚBLICA E A TAXA SELIC



Fonte: Banco Central do Brasil (2018).

Podemos notar que, de fato, a relação entre a dívida pública e juros não é algo relevante, pelo menos não da forma como a teoria convencional diz ser.

Utilizaremos o exemplo de um renomado economista brasileiro, Antônio Delfim Netto, para demonstrar que diversos economistas não compreendem como é o real funcionamento da dívida pública, quais os mecanismos que afetam e como afetam ela. Segundo Delfim (2005), caso o governo brasileiro realizasse diversos superávits primários, de forma progressiva, chegaríamos a um déficit nominal zero, diminuindo a relação dívida líquida/PIB, consequentemente reduzindo assim a taxa de juros praticada.

Podemos perceber que nem a dívida pública e nem o setor privado por meio de operações de mercado no mercado de títulos públicos exercem influência direta sobre a definição da taxa de juros. Porém, existe uma influência indireta do setor privado, através da retenção de investimentos, da saída de capitais estrangeiros, pois isso pode gerar um aumento no desemprego involuntário na economia, que seria uma variável que o Banco Central observa para definir a taxa básica de juros.

Como citamos anteriormente, variáveis como taxa de câmbio, investimento externo tem impacto na política monetária, ou seja, o setor externo tem uma relevância significativa nesse tema, porém como é um trabalho de graduação não teríamos espaço o suficiente para explicar a complexidade da relação do setor externo com as economias domésticas. Então, deixamos essa sugestão de temas para futuras monografias, a influência do setor externo nas políticas monetárias dos países soberanos.

4 CONCLUSÃO

Resgatando o objetivo desta monografia que é analisar a relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central confrontando duas perspectivas teóricas diferentes a fim de evidenciar que elas levam a políticas monetárias diferentes, vemos que as duas teorias tem opiniões diferentes quanto ao rumo tomar para levar os países a se desenvolver, quem seriam os agentes principais que levariam a este desenvolvimento e como agiriam para conquistar tal objetivo.

Temos uma onda de economistas e pessoas formadoras de opinião da sociedade, que estão defendendo o equilíbrio fiscal para retomada da economia brasileira que está se arrastando nos últimos anos, essas pessoas fazem a analogia dos orçamentos dos países serem iguais aos orçamentos das famílias, que os credores só irão emprestar (comprar a dívida) para os países, caso os juros aumentem. Não entendendo como funciona a relação entre o Banco Central e o Tesouro ou como é o mecanismo do sistema de pagamentos entre os bancos e entre bancos e os entes governamentais. O crescimento e desenvolvimento da economia nos países para a teoria convencional é ter um orçamento equilibrado para que a taxa de juros seja baixa, incentivando o setor privado a investir, criando uma externalidade que seria o desenvolvimento do país como um todo.

Como mostramos nas seções anteriores com base na “teoria Monetária Moderna”, o montante de dívida pública não interfere na definição da taxa básica de juros, essa decisão é exclusiva do Banco Central, ou seja, não tem como por meio de operações de mercado do setor privado influenciar a taxa de juros, entretanto temos que relembrar que o Banco Central não toma essa decisão num vácuo, ele olha as perspectivas em relação à inflação e também em relação ao desemprego involuntário na economia, logo, o setor privado pode apenas influenciar indiretamente. Então na “teoria Monetária Moderna” a analogia do orçamento familiar com o orçamento do governo não encaixa tão bem quanto na teoria convencional, as políticas de austeridade nem sempre são a resposta para desequilíbrios fiscais, ela apresenta alternativas sobre como enfrentar esse problema, uma forma seria o Banco Central ter como principal variável observada o desemprego invés da inflação; ter uma taxa de juros abaixo da taxa de crescimento do PIB, deixando a dívida pública sustentável.

Este trabalho é uma tentativa de esclarecer alguns pontos e acrescentar algum conhecimento para a discussão que está ocorrendo nos últimos anos no mundo, principalmente no Brasil, esperamos que com o conhecimento de como e quais são as engrenagens que giram entre Tesouro e Banco Central, nós, economistas e pessoas interessadas no progresso do país, deixemos de lado as propostas equivocadas que surgiram pela falta de conhecimento sobre esse assunto e consigamos chegar a propostas que, de fato, façam o Brasil voltar ao caminho do desenvolvimento, tanto econômico como social.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **BC reduz de 40% para 25% alíquota do compulsório sobre depósitos a vista**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2018. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/noticias/243>>. Acesso em: 29 novembro 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fatores condicionantes da evolução da dívida pública**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2018. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/conteudo/depec/NotasTecnicas/47_notas_tecnicas_julho_2018.pdf>. Acesso em: 29 novembro 2018.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição**: República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal, 1988.

DORNBUSCH, R; FISCHER, S; STARTZ, R. **Macroeconomia**. Porto Alegre, 11 ed. 2013.

ESTRELA, M. A. **Bancos Centrais e Banco Central do Brasil: Origem e Funções**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2005. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/Origem%20e%20Fun%20E7%F5es%20do%20Bacen%20-%202005.pdf>>. Acesso em: 29 novembro 2018.

GALBRAITH, James K. **Is the Federal Debt Unsustainable?**. Levy Economics Institute Policy Note 2011/2, 2011.

GODLEY, Wynne. **Money, Finance and National Income Determination: Na Integrated Approach**, Levy Economics Institute, Working Paper 167, 1996.

LOPES, L, M; VASCONCELLOS, M. A. S. de. **Manual de macroeconomia**: Básico e intermediário. São Paulo, 3 ed. 2008.

NETTO, A. D. Déficit nominal zero. **Boletim de Conjuntura Economia & Tecnologia**, Curitiba, ano 01 – vol. 02. 2005.

TESOURO NACIONAL. **Política Fiscal**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/sobre-politica-fiscal>>. Acesso em: 29 novembro 2018.

TESOURO NACIONAL. **Relatório anual do Tesouro Nacional 2017**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional, n. 15. 2018.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal outubro 2018**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2018.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2017**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2018.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2016**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2017.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2015**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2016.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2014**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2015.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2013**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2014.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2012**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2013.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2011**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2012.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2010**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2011.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal dezembro 2009**. Brasília: Secretária do Tesouro Nacional. 2010.

SERRANO, F; PIMENTEL, K. Será que “acabou o dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. **Revista de economia contemporânea**, Rio de Janeiro, 21 (2): p 1-29. 2017.

WRAY, L. R. **Modern Money theory**. New York: Palgrave Macmillan, 2 ed. 2015.

WRAY, L. R. **Trabalho e moeda hoje**: A chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços. Rio de Janeiro: UFRJ/Contraponto, 2003.